

万事俱备

五粮液 2012 年投资者交流会纪要

报告关键点:

- 新领导集体最终确立;
- 产能释放, 重构产品线;
- 顺应市场变化, 改革营销体制

报告摘要:

- 寄予厚望, 目标明确:** 按照四川省打造中国白酒金三角、打造千亿的企业集团的发展目标, 行业龙头公司五粮液被寄予厚望。结合集团公司“十二五”冲千亿的目标, 作为白酒主业的股份公司制定2015年销售收入达到600亿规模, “十三五”实现1000亿的销售目标。以此计算, 五粮液股份未来几年销售收入的复合增长率在30%以上。
- 内涵与外延式发展并进:** 完成“十二五”末股份公司实现600亿的销售规模, 仅靠内涵式发展将比较吃力, 公司决定通过内涵和外延式发展并进的方式实现, 其中, 规划外延式发展的销售规模将占到约17%。公司内涵式发展是通过“多香并举”和推新品实现。外延式扩张, 公司已经过近4年准备。“十二五”期间公司将出手并购优质白酒产企业以实现产能释放和占领部分区域市场。我们认为: 公司走内涵与外延式发展战略真正地将公司品牌、生产和资本优势充分发挥出来了。
- 营销体制改革:** 五粮液放量的同时, 腰部发力是公司未来营销工作的重点。中档酒放量需要公司强大的营销能力, 然而这是五粮液所欠缺的。近2年公司进行华东营销中心的改革试点。公司近期除华东营销中心外, 还将设立华北、西南两家营销中心, 并同时成立相应的3家销售公司(一套人马, 两块牌子)。我们认为, 在营销中心充分授权后, 公司将能够更加贴近市场, 提高市场反应速度, 使五粮液系列产品形成合力, 淡化之前品牌事业部的纵向管理模式, 市场更加扁平化。
- 上调盈利预测, 维持投资评级:** 此次五粮液投资者交流会基本落实了我们去年以来对五粮液未来发展战略和方向的设想和判断。我们认为公司未来发展的战略框架已经基本构建完毕, 符合未来5-10年中国经济和白酒行业发展的趋势, 关键就是看具体的执行情况。相信公司在新一代领导集体的带领下完成二次创业, 引领五粮液进入一个崭新的时代! 参照公司中报业绩预报, 上调公司2012年的每股收益三个百分点, 2012-2014年 EPS分别为 2.41、3.16和4.08元, 复合增长率35%, 给予2012年21XPE, 6个月目标价50元, 维持买入-A的投资评级。
- 风险提示:** 激烈的市场竞争和食品安全是行业的主要风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	15,541.3	20,350.6	27,780.7	36,107.7	45,261.8
Growth(%)	39.6%	30.9%	36.5%	30.0%	25.4%
净利润	4,562.1	6,394.4	9,112.6	11,943.4	15,447.5
Growth(%)	35.5%	40.1%	47.1%	31.1%	29.3%
毛利率(%)	68.7%	66.1%	68.7%	69.5%	69.9%
净利润率(%)	28.3%	30.3%	32.6%	32.9%	33.9%
每股收益(元)	1.16	1.62	2.41	3.16	4.08
每股净资产(元)	4.84	6.18	8.65	11.83	15.93
市盈率	31.6	22.6	15.2	11.6	9.0
市净率	7.6	5.9	4.2	3.1	2.3
净资产收益率(%)	24.8%	27.3%	28.0%	26.9%	25.8%
ROIC(%)	56.4%	112.1%	254.3%	41.8%	61.5%
EV/EBITDA	19.0	13.7	11.1	7.4	4.9
股息收益率	0.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

50.00 元

期限: 6个月 上次预测: 50.00元

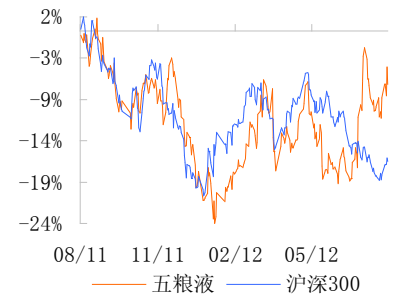
现价(2012年08月13日): 36.13元

报告日期:

2012-08-13

总市值(百万元)	138,856.46
流通市值(百万元)	138,838.91
总股本(百万股)	3,795.97
流通股本(百万股)	3,795.49
12个月最低/最高	29.82/40.80元
十大流通股股东(%)	61.09%
股东户数	266,823

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.60	12.79	9.61
绝对收益	(0.46)	3.80	(6.69)

李铁
010-66581633
执业证书编号

行业分析师
litie2@essence.com.cn
S1450511020014

徐昊
010-66581748
执业证书编号

行业分析师
xuhao1@essence.com.cn
S1450511080005

前期研究成果

- 五粮液: 业绩符合预期, 预收创新高
2012-03-28
- 五粮液: 关注未来发展战略和方向
2011-11-21
- 五粮液: 业绩符合预期, 提价奠定基础
2011-10-27

8月7日，我们参加了五粮液公司在深圳举行的投资者交流会。公司的高管：集团公司董事长唐桥先生、股份公司董事长刘中国先生、股份公司副总经理朱忠玉先生、副总经理彭智辅先生参加了会议并与参会者互动交流。

由于许多改革方案还未经过公司董事会审议批准，因此对一些问题不便直接回答，但我们透过此次交流会还是基本掌握了公司未来发展的思路 and 方向。

1. 寄予厚望，目标明确

白酒产业作为四川省重要的经济抓手，被省委、省政府寄予厚望。按照四川省打造中国白酒金三角、打造千亿的企业集团的发展目标，行业龙头公司五粮液无可争议地被赋予重要的使命。结合集团公司“十二五”冲千亿的目标，作为白酒主业的股份公司制定2015年销售收入达到600亿规模，“十三五”实现1000亿的销售目标。以此计算，五粮液股份未来几年销售收入的复合增长率在30%以上。

2. 新的领导集体最终确立

去年初至今，公司新一届领导集体的组成一直为市场所关注。近期公司发布公告：宜宾国资委无偿划转约20%五粮液股份公司的股份给集团公司，以及通过此次投资者交流会的情况分析，唐总作为公司集团和股份公司掌门人已经基本可以确定。此次集团获得20%股份公司股权后，作为集团董事长的唐总将“名正言顺”地参与股份公司的经营决策。另外，唐总作为股份公司的党委书记，对股份公司的生产经营负有直接责任。我们认为股份公司以唐总为领导核心、刘中国董事长负责全面经营管理工作、朱忠玉副总经理负责营销、陈琳副总经理负责生产、彭智辅副总经理负责资本运作的领导团队已经形成。

3. 内涵和外延式发展并进

管理层分析认为，完成“十二五”末股份公司实现600亿的销售规模，仅靠依靠内部发展是不够的，因此公司决定通过内涵和外延式发展并进的方式实现的。其中，公司预计外延式发展的销售规模将达到100亿元，约占整体销售额的17%。

3.1. 内涵式发展

我们总结公司内涵式发展主要是通过以下两个方面实现的。

3.1.1. 多香并举

五粮液作为浓香型白酒大王已经为市场所熟知。未来公司将进一步涉足酱香和兼香型市场。公司前年推出的“永福酱酒”品质优良，由银基公司代理，已经得到市场的初步认可。兼香型产品也有储备，例如公司内部招待用酒“1218”的品质在投资界人士中已被广泛认可。我们认为在这几年茅台、郎酒带动的酱香热的氛围下，五粮液适时推出经过10年准备的酱香产品，能够分享到酱香型白酒的快速成长的盛宴。同时作为补充的兼香型白酒也有巨大的消费群体。

3.1.2. 推新品，积极卡位价格带

五粮液被市场诟病的主要内容就是产品老化严重，许多价格带产品空缺。五粮液下面除五粮春和五粮醇基本没有什么“拿的出手”的产品。许多产品已无无生命力，严重透支五粮液品牌。此次公司通过开发次高端、中端新品，将有效改善产品老化、价格带空缺的问题。我们认为新品开发一定要慎重，一定要有整体的品牌推广方案，公司要借鉴洋河和泸州老窖的经验，契合五粮液的主品牌，吸取当年推“1+9+8”的教训。

“十二五”末，公司计划生产商品酒 25 万吨左右。其中，五粮液的产量在目前基础上增长 70%，达到 25000 吨，公司计划再打造 10 亿元销售规模的战略性产品 2 个，5 亿元的 5 个，1 亿元的产品 10 个，500 万的 20 个。我们按照这个生产和销售规模，即使五粮液不提价，到“十二五”末实现 600 亿元销售收入的目标完全能够实现。

3.2. 外延式发展

事实上，唐总从 2009 年开始就已经积极准备进行行业整合，先后调研了多家目标公司，并成立专门部门进行研究分析，只是由于公司内部以及政府等方面的原因，迟迟未出手。在公司换届后，公司将重启并购战略。我们认为公司进行行业整合是正确的。未来五粮液的产能释放出来需要有强大的市场，但如果以中档产品进入区域强势品牌的势力范围必将遭到强烈抵抗，不如进行合作，在不消灭地产酒品牌的基础上通过控股，向当地酒企输送原酒，兵不血刃地占领当地市场，达到双赢的效果。另外，我们认为行业此时进行整合也很好，因为白酒行业景气度逐步回落，小酒企的盈利和现金流大幅下降，谈判更加顺利。公司交流会上宣布今年底之前就有并购成果向市场宣布，我们估计是去年就已经有很大进展的滇酒的整合。

我们认为五粮液未来走内涵和外延并进的发展道路是真正地把五粮液品牌、生产和资本优势充分发挥出来了。

4. 营销体制改革

在五粮液及系列酒大幅放量的前提下，腰部发力是公司未来营销工作的重点。中档酒放量需要公司强大的营销能力，然而这是五粮液所欠缺的。近 2 年公司进行了华东营销中心的改革试点并取得了显著成绩。会上宣布除华东营销中心外，还将开设华北、西南两家营销中心、并成立销售公司（一套人马、两块牌子）。我们认为，在营销中心充分授权后，五粮液将能够更加贴近市场，提高市场反应速度，使五粮液系列产品形成合力，淡化之前品牌事业部的纵向管理模式，市场更加扁平化。

营销跟得上，是五粮液实现“十二五”规划的关键。由于五粮液的高端、超高端产品拥有绝对优势的品牌地位，但中、低端产品却面临着二线名酒和区域强势品牌厂家和经销商的夹击，公司集权式的管理模式流程多，对市场变化缺乏效率而受到诟病。这些营销中心获得充分授权后，将有效地提升市场反应速度。决策组织前移，还可以更大限度地发挥五粮液的整体优势，打出“组合拳”。我们预计除已宣布的三大营销中心外，这种营销方式还将会在其他地区市场迅速复制，形成 6-8 个区域营销中心。未来不排除公司学习借鉴泸州老窖的营销模式，成立类似“柒泉”模式的厂商联合体。

5. 总结

此次五粮液投资者交流会基本落实了我们去年以来对五粮液未来发展战略和方向的设想和判断（参见《改革即将全面进行》，2011 年 6 月 20 日。《走进新时代》，2011 年 3 月 29 日）。我们认为公司未来发展的战略框架已经基本构建完毕，符合未来 5-10 年中国经济和白酒行业发展的趋势，**关键是看具体的执行情况**。相信公司在新一代领导集体的带领下完成的二次创业，引领五粮液进入一个崭新的时代！

参照公司中报业绩预报，上调公司 2012 年的每股收益三个百分点，2012-2014 年 EPS 分别为 2.41、3.16 和 4.08 元，复合增长率 35%，给予 2012 年 21XPE，6 个月目标价 50 元，维持买入-A 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-08-10		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表											
营业收入	15,541.3	20,350.6	27,780.7	36,107.7	45,261.8	成长性					
减: 营业成本	4,863.2	6,895.4	8,701.4	11,019.2	13,631.5	营业收入增长率	39.6%	30.9%	36.5%	30.0%	25.4%
营业税费	1,392.2	1,601.6	2,186.3	2,841.7	3,562.1	营业利润增长率	32.9%	39.4%	43.0%	31.1%	29.3%
销售费用	1,803.2	2,070.0	2,825.3	3,672.2	4,603.1	净利润增长率	35.5%	40.1%	47.1%	31.1%	29.3%
管理费用	1,561.9	1,750.7	2,389.1	3,105.3	3,892.5	EBITDA 增长率	29.3%	31.6%	38.1%	31.2%	26.0%
财务费用	-192.5	-476.6	-427.0	-454.7	-1,021.7	EBIT 增长率	31.8%	35.9%	46.2%	32.0%	26.5%
资产减值损失	15.0	12.5	-39.7	-	-	NOPLAT 增长率	30.5%	36.6%	45.7%	32.0%	26.5%
加: 公允价值变动收益	-6.9	-2.5	2.5	-	-	投资资本增长率	-31.3%	-35.8%	702.4%	-14.0%	-21.5%
投资和汇兑收益	3.4	2.4	2.4	2.4	2.4	净资产增长率	26.0%	27.7%	38.7%	36.7%	34.7%
营业利润	6,094.7	8,496.9	12,150.1	15,926.5	20,596.7	利润率					
加: 营业外净收支	-24.5	3.0	-	-2.0	-	毛利率	68.7%	66.1%	68.7%	69.5%	69.9%
利润总额	6,070.2	8,500.0	12,150.1	15,924.5	20,596.7	营业利润率	39.2%	41.8%	43.7%	44.1%	45.5%
减: 所得税	1,508.2	2,105.6	3,037.5	3,981.1	5,149.2	净利润率	28.3%	30.3%	32.6%	32.9%	33.9%
净利润	4,562.1	6,394.4	9,112.6	11,943.4	15,447.5	EBITDA/营业收入	42.6%	42.9%	43.4%	43.8%	44.0%
资产负债表											
货币资金	14,134.5	21,550.9	6,915.3	23,396.3	44,717.1	运营效率					
交易性金融资产	20.8	18.3	20.8	20.8	20.8	固定资产周转天数	154	109	77	59	46
应收帐款	127.0	118.4	227.6	295.8	370.8	流动营业资本周转天数	-17	-48	-50	-60	-84
应收票据	2,180.6	1,938.7	3,897.7	5,066.0	6,350.3	流动资产周转天数	401	452	322	300	421
预付帐款	328.4	254.5	492.0	792.9	1,165.0	应收帐款周转天数	2	1	2	2	2
存货	4,514.8	5,536.5	8,057.7	10,204.0	12,623.1	存货周转天数	93	90	88	91	91
其他流动资产	63.7	295.9	315.9	380.8	452.2	总资产周转天数	574	580	413	366	472
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	153	78	202	257	169
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	32.5	130.9	32.1	32.1	32.1	ROE	24.8%	27.3%	28.0%	26.9%	25.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.9%	17.3%	34.0%	25.6%	21.5%
固定资产	6,373.5	5,905.1	5,945.1	5,850.0	5,669.8	ROIC	56.4%	112.1%	254.3%	41.8%	61.5%
在建工程	514.6	787.5	473.1	284.5	171.3	费用率					
无形资产	299.6	297.5	297.6	297.7	297.8	销售费用率	11.6%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
其他非流动资产	83.6	71.8	91.9	91.2	90.7	管理费用率	10.0%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
资产总额	28,673.5	36,905.8	26,766.7	46,711.9	71,961.0	财务费用率	-1.2%	-2.3%	-1.5%	-1.3%	-2.3%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	20.4%	16.4%	17.2%	17.5%	16.5%
应付帐款	844.5	1,036.3	299.4	379.2	469.1	偿债能力					
应付票据	56.5	-	101.1	128.0	158.3	资产负债率	35.9%	36.5%	37.3%	38.4%	38.7%
其他流动负债	9,387.4	12,373.1	18,890.3	27,068.0	37,036.3	负债权益比	56.1%	57.4%	59.6%	62.3%	63.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.08	2.22	1.03	1.46	1.74
其他非流动负债	19.1	49.7	77.1	107.1	140.0	速动比率	1.64	1.80	0.62	1.09	1.41
负债总额	10,307.4	13,459.2	19,367.9	27,682.3	37,803.7	利息保障倍数	-30.67	-16.83	-27.46	-34.03	-19.16
少数股东权益	265.1	327.0	380.7	451.2	542.4	分红指标					
股本	3,796.0	3,796.0	3,760.0	3,760.0	3,760.0	DPS(元)	0.15	0.30	-	-	-
留存收益	14,305.1	19,323.7	28,382.5	40,255.5	55,611.9	分红比率	13.0%	18.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	18,366.1	23,446.7	32,523.3	44,466.7	59,914.2	股息收益率	0.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表											
净利润	4,562.1	6,394.4	9,112.6	11,943.4	15,447.5	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
加: 折旧和摊销	770.1	757.1	322.4	336.4	345.6	EPS(元)	1.16	1.62	2.41	3.16	4.08
资产减值准备	8.3	10.2	-39.7	-	-	BVPS(元)	4.84	6.18	8.65	11.83	15.93
公允价值变动损失	6.9	2.5	2.5	-	-	PE(X)	31.6	22.6	15.2	11.6	9.0
财务费用	-	-	-	-427.0	-454.7	PB(X)	7.6	5.9	4.2	3.1	2.3
投资收益	-3.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	P/FCF	-	17.2	13.9	8.6	6.6
少数股东损益	166.7	236.9	53.8	70.5	91.1	P/S	8.9	6.8	5.0	3.8	3.0
营运资金的变动	3,320.6	3,218.9	1,045.5	4,565.8	5,899.5	EV/EBITDA	19.0	13.7	11.1	7.4	4.9
经营活动产生现金流量	7,703.1	9,533.0	10,067.6	16,459.0	20,759.7	CAGR(%)	37.8%	34.2%	29.3%	-100.0%	-100.0%
投资活动产生现金流量	-464.5	-613.5	68.3	-29.7	-29.7	PEG	0.8	0.7	0.5	-0.1	-0.1
融资活动产生现金流量	-647.8	-1,503.1	391.0	454.7	1,021.7	ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁、徐昊分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034